El Banco Central de Reserva del Perú: 1922-2022*

GONZALO PASTOR*

En los últimos cien años, y en especial desde hace tres décadas, el desarrollo de la economía peruana ha estado vinculado con el quehacer y las decisiones del Banco Central de Reserva. Esta relación, que inicia con la fundación del entonces Banco de Reserva del Perú en 1922, refleja la historia de la banca central y sus tropiezos y aciertos en el control de la inflación. En este artículo, el autor recoge los principales hitos del primer siglo de vida institucional e invita al lector a reflexionar sobre la importancia de un banco central autónomo y eficiente.



* Economista consultor
just.gonzalo.pastor@gmail.com

* El autor agradece los comentarios y apoyo estadístico recibidos de César Martinelli, Julio Revilla, José Ordinola Boyer y Teresa Lamas de cómo mejorar el contenido de esta nota histórica. Todos los errores de análisis e interpretación en la nota son del autor de este artículo. El señor Pastor es aprobado con distinción del XXIV Curso de Extensión Universitaria del BCRP (enero-marzo de 1977).

I. VISIÓN PANORÁMICA

La autoridad monetaria nacional fue creada en el periodo de entreguerras mundiales (9 de marzo de 1922) a fin de ordenar y dar fluidez al sistema de pagos y la liquidez bancaria necesaria para un funcionamiento ordenado de la economía nacional. En abril de 1931, bajo recomendación de la Misión Kemmerer, el Banco de Reserva del Perú se transforma en el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) con un estatuto legal en línea con las mejores prácticas de banca central de la época. Entre las primeras decisiones de política monetaria y cambiaria del BCRP se encuentra la vuelta a la inconvertibilidad de la moneda nacional en tiempos del patrón oro fiduciario, a fin de proteger la economía peruana de presiones deflacionarias originadas por un déficit de balanza de pagos que reducía la oferta monetaria y causaba efectos macroeconómicos nocivos.

A lo largo de los años, la contribución del banco central a la estabilidad monetaria ha fluctuado dependiendo del sistema cambiario subyacente. Durante la mayor parte del siglo XX, operando bajo un sistema de tipo de cambio fijo, el banco central estuvo limitado en su capacidad de estimular la economía en momentos de desaceleración económica, con su labor principal reducida, en la práctica, a defender la paridad cambiaria oficial (comprando y vendiendo dólares) y proveer financiamiento inorgánico al gobierno. Bajo un sistema de tipo de cambio fijo, la política monetaria perdió capacidad de apuntalar una baja tasa de inflación y suavizar el ciclo económico doméstico. Sin embargo, la flotación cambiaria en épocas del patrón oro fiduciario inaugurada durante las secuelas de la Primera Guerra Mundial, el periodo de flotación de 1949-1955 y los últimos 32 años de vida nacional (1990-2022) han sido exitosos periodos de tipo de cambio flotante. En dichos periodos el tipo de cambio fue una variable de ajuste de la economía ante los vaivenes de los términos de intercambio, a la vez de favorecer un bajo nivel de inflación en tiempos de una fortísima demanda mundial de las exportaciones domésticas y entrada de flujos de capital que apreciaron la moneda nacional en décadas recientes. En suma, el sistema de flotación cambiaria le dio al banco central capacidad para afectar el balance interno y externo de la economía a través de cambios en su tasa de referencia y otras políticas complementarias, dependiendo de la época, que afectaron el nivel de absorción doméstico (consumo e inversión) y el dinamismo del sector externo vía cambios en la paridad de la moneda nacional frente a otras monedas.

Asimismo, la Constitución Política del Perú de 1993 y la ley orgánica del BCRP de 1992 eliminaron la posibilidad de financiamiento inorgánico del déficit fiscal por parte del banco central, fuente substancial de expansión de emisión monetaria durante la mayor parte del siglo XX, con efectos negativos sobre la inflación, nivel de reservas internacionales y salud de la economía nacional, en general. Según los documentos mencionados, el objetivo del BCRP es preservar la estabilidad monetaria. Sus principales funciones incluyen regular la cantidad de dinero, administrar las reservas internacionales y emitir billetes y monedas.

Durante los últimos 30 años, el BCRP ha ganado independencia en términos del objetivo específico de la tasa de inflación a apremiar y de los instrumentos desarrollados a fin de lograr dicho objetivo. Actualmente, el banco central opera bajo un sistema de metas explícitas de inflación, donde la meta de inflación es de 2 por ciento, con un margen de tolerancia de un punto porcentual arriba y debajo de dicha meta que le da flexibilidad al BCRP en cómo y cuándo lograr la tasa de inflación en el rango objetivo entre 1 y 3 por ciento, dependiendo del tipo de choque económico que aleja la tasa actual del nivel objetivo. El BCRP cuenta además con numerosos instrumentos para afectar indirectamente el comportamiento de los agregados monetarios y crediticios, incluyendo intervenciones cambiarias en el mercado *spot* y de futuros. La intervención cambiaria ha servido principalmente para dar liquidez al mercado monetario en situaciones excepcionales o abordar situaciones cuando el nivel del tipo de cambio se ha alejado sustancialmente de su nivel consistente con los fundamentos macroeconómicos subyacentes, con consecuencias nocivas para la economía nacional. La tasa de referencia del BCRP es el indicador líder de la postura de política monetaria.

La independencia del BCRP en términos del objetivo de inflación y la parte operativa de la política monetaria y cambiaria han ido de la mano con una mayor transparencia y mejor comunicación de su labor al público en general. Publicaciones regulares como la *Nota Semanal*, el *Reporte de Inflación* y el *Reporte de Estabilidad Financiera* complementan comunicados mensuales que explican las decisiones del directorio sobre la tasa de referencia del BCRP. Presentaciones al público de parte del presidente del banco central y de los principales funcionarios de la institución sobre desarrollos económicos y financieros son una práctica regular y fuente de información para la prensa nacional e internacional sobre las decisiones de la institución.

La coordinación entre el BCRP y el gobierno nacional ha sido fundamental en lograr una baja y persistente inflación a la fecha. En particular, desde 1999, el gobierno nacional ha implementado, con variaciones a través del tiempo, una regla fiscal orientada a lograr un equilibrio fiscal durante el ciclo económico, con superávit fisca-

les acumulados durante periodos de expansión económica y solo déficit moderados y no recurrentes permitidos durante periodos de menor crecimiento (Ley 27245 de Prudencia y Transparencia Fiscal publicada el 27 de diciembre de 1999). La implementación de la regla fiscal ha resultado en una reducción de la deuda neta del gobierno que ha aumentado la capacidad del banco central de esterilizar intervenciones en el mercado cambiario, cuando fuere necesario.

Otro aspecto de la relación entre el banco central y el gobierno nacional ha sido, a la fecha, el nombramiento de cuatro, incluyendo el presidente del BCRP, de los siete miembros del directorio de la autoridad monetaria, que es el órgano rector de la institución. Los otros tres directores son nombrados por el Poder Legislativo. Todos los miembros del directorio son designados para un periodo de 5 años, que coincide con el periodo del gobierno de turno. A través de los años, los miembros del directorio han sido prominentes integrantes de la comunidad empresarial, financiera y académica nacional que, en sus decisiones administrativas y de política monetaria, han sabido llevar adelante el fortalecimiento institucional del BCRP y lograr una singular estabilidad de precios en un ambiente de fuerte crecimiento económico, resultados que son ampliamente reconocidos y apreciados a nivel nacional. Este círculo virtuoso de baja inflación y crecimiento económico robusto ha permitido mantener ancladas las expectativas de inflación de los agentes económicos en su diario quehacer, lo que a su vez ha ayudado a mejorar la efectividad del régimen de metas explícitas de inflación. Como un caso de profecía autocumplida.

La implementación del sistema de metas explícitas de inflación en el manejo monetario ha coincidido con una fortísima acumulación de reservas internacionales en poder del banco central. Un saldo de activos externos equivalente a aproximadamente 35 por ciento del PBI o más de 75 mil millones de dólares, en promedio, durante 2021 contrasta con eventos de crisis cambiarias del siglo XX, cuando las reservas internacionales netas fueron incluso negativas. La acumulación de reservas internacionales se ha dado en un contexto de completa libertad cambiaria y apertura de la cuenta financiera de la balanza de pagos, y en ausencia de cualquier tipo de requisito de entrega de ingresos de exportación a la autoridad monetaria, es decir, requisitos que en el pasado permitieron al banco central, en ocasión, mantener el tipo de cambio en niveles que no eran consistentes con los fundamentos macroeconómicos vía frecuente intervención cambiaria. La magnitud de reservas internacionales ha servido como mecanismo de contención de riesgos ante salidas inesperadas de flujos de capital internacional con efectos disruptivos sobre la liquidez en moneda extranjera del sector financiero nacional, además de ser reflejo de un aumento en la posición internacional de pasivos financieros en un contexto de apertura de la economía al resto del mundo.

La ejecución de una política monetaria con los logros alcanzados en términos de inflación y apoyo a un crecimiento económico singular ha sido posible gracias al talento de los directivos y demás personal del BCRP. Con un presupuesto financiero mantenido a raya a través de los años, pero siendo la institución un centro de excelencia profesional, los técnicos del área de Estudios Económicos del BCRP ejecutan un análisis económico y financiero que incluso va más allá del llamado del deber de una entidad monetaria. El BCRP es pues centro de consulta obligada para todo tipo de cuestiones económicas que afectan la vida nacional. La institución ha sido también foco de reclutamiento de líderes en el sector público y privado doméstico e internacional.

II. EL BCRP EN ACCIÓN

La historia monetaria y cambiaria peruana incluye episodios singulares a conmemorar a 100 años de la fundación del banco central. Estos incluyen, entre otros, decisiones acerca de la convertibilidad del patrón oro fiduciario a comienzos del siglo XX, la implementación de un sistema de cambio flotante en tiempos del apogeo del sistema de Bretton Woods de paridades fijas frente al dólar, la derrota de la hiperinflación de 1989-90, la inauguración del sistema de metas explícitas de inflación en enero de 2002, y la respuesta a los choques económicos de la Crisis Financiera Internacional (CFI) de 2008-09 y la crisis sanitaria del COVID-19 en 2020. Una breve descripción de dichos eventos se presenta a continuación. Un cuadro de indicadores económicos seleccionados, construido por el autor con base en información publicada por el BCRP en sus memorias anuales y otras fuentes disponibles, está incluido en la página 18.

Del patrón oro moneda al patrón oro fiduciario

El final del siglo XIX fue de apogeo mundial y nacional en términos de crecimiento económico. Países líderes y periféricos al comercio internacional adoptaron el patrón oro moneda como sistema cambiario durante el apogeo del comercio internacional. En el caso peruano, el patrón oro moneda sustituyó al patrón plata mantenido (con variantes bimetalistas) desde la Colonia y sirvió para dar estabilidad a las finanzas públicas y privadas.

La Primera Guerra Mundial (1914-1918) gatilló incertidumbre y deterioro en el comercio mundial a la vez que el público, alrededor

del mundo, atesoraba el metal aurífero como depósito de valor y reducía el circulante con efectos macroeconómicos nocivos. La respuesta generalizada de política fue el tránsito hacia el patrón oro fiduciario donde la convertibilidad de los certificados de depósitos bancarios en metálico pasó a ser decisión de los gobiernos. En el Perú, dicho fue el caso de la creación de cheques circulares al portador cuyo monto y convertibilidad en metálico pasó a manos (decisión) de una Junta de Vigilancia, compuesta por representantes del Congreso, el gobierno nacional, los bancos comerciales y otras empresas privadas. La inconvertibilidad de los cheques circulares al portador se mantuvo durante y después de la Primera Guerra Mundial, a pesar de un marcado aumento en el superávit del comercio internacional que incrementó las tenencias de oro nacional y apreció la libra peruana en el mercado monetario internacional.

La bonanza económica facilitó un gradual relajamiento del saldo de cheques circulares autorizado por la Junta de Vigilancia e incluso una vuelta a la convertibilidad de la moneda a comienzos de la década de 1930, que fue súbitamente suspendida dado un déficit de balanza de pagos que reducía la oferta monetaria con efectos deflacionarios durante 1931-32. La vuelta a la inconvertibilidad de la moneda nacional protegió a la economía local de los efectos nocivos de la deflación sobre el producto, inversión e ingreso nacional, a la vez que resultó en una modificación de la ley orgánica del recientemente creado Banco Central de Reserva del Perú (Ley 7137).

La convertibilidad en oro fue suspendida en mayo de 1932 y las autoridades monetarias dejaron que el libre juego de oferta y demanda de divisas determinase el tipo de cambio, a la vez que abortaron tendencias deflacionarias de la época. La acertada respuesta de política cambiara del BCRP habría de durar hasta comienzos de la Segunda Guerra Mundial (1939-1945), cuando el tipo de cambio se fijó a 6,5 soles por dólar americano durante el primer gobierno de Manuel Prado Ugarteche.

Flotación cambiaria durante el apogeo de Bretton Woods

El sistema monetario internacional de paridades fijas frente al dólar americano fue creado a finales de la Segunda Guerra Mundial. La Conferencia Monetaria de Bretton Woods (New Hampshire, Estados Unidos; julio de 1944) estableció el nuevo sistema cambiario de paridades fijas contra el dólar a fin de contener los efectos disruptivos de devaluaciones competitivas entre países tratando de reflotar sus economías debido al conflicto bélico. Esta conferencia contó con la presencia de la delegación peruana conformada por Pedro Beltrán, Emilio Barreto y otros notables, siendo Perú un país miembro fundador del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco de Reconstrucción y Fomento (Banco Mundial), establecidos en dicho evento histórico.

La paridad fija del sol frente al dólar (6,5 soles por dólar), incluyendo tipos de cambio múltiples para determinados tipos de exportaciones e importaciones, duró de junio de 1940 hasta finales de 1949. A dicha fecha, durante el gobierno de Manuel Odría, el BCRP inauguró un segundo episodio de tipo de cambio flotante en el siglo XX que eliminó la paridad oficial del sol contra el dólar y estableció un sistema de tipo de cambio flotante dual, con tasas de cambio para certificados de exportación y giros. La reforma cambiaria eliminó los controles cuantitativos sobre importaciones, pero mantuvo la obligación de remitir al banco central todo in-



greso de divisas por exportaciones mineras y no mineras; recursos que debían ser intercambiados por certificados de exportación con plazo fijo de vencimiento.

La flotación cambiaria lanzada en noviembre de 1949 fue un experimento exitoso en términos de lograr una pronta estabilidad cambiaria y de precios, incluyendo una apreciación temporal de la moneda, que perduraría hasta aproximadamente 1953-54, con el final de la guerra de Corea. El periodo precedente, desde finales de la Segunda Guerra Mundial hasta finales de 1949, había sido, por el contrario, de persistentes crisis cambiarias y devaluación de la moneda nacional que el gobierno del presidente Bustamante y Rivero trató fútilmente de contener vía controles de cambio y comercio internacional.

El evento a conmemorar es la acertada implementación de un sistema de tipo de cambio flotante en tiempos de apogeo del sistema de Bretton Woods de paridades fijas alrededor del mundo. A noviembre de 1949, el único otro país sin paridad fija contra el dólar era Canadá, cuya proximidad geográfica y económica con los Estados Unidos hacia imperativa la flotación cambiaria a fin de lograr una política monetaria independiente. En el caso peruano, la precariedad de la posición de reservas internacionales llevó a las autoridades peruanas —en consulta con la Misión Klein— a abolir el tipo de cambio fijo y establecer un sistema de cambio flotante dual que estuvo básicamente en pie hasta comienzos de la década de 1960. El nuevo sistema cambiario devolvió competitividad a nuestros productos de exportación, eliminó impuestos y subsidios escondidos a las exportaciones e importaciones, respectivamente, y fue un mecanismo de ajuste automático ante el vaivén de términos de intercambio internacionales y una inflación doméstica que aumentaba costos de producción en ese entonces.

La derrota de hiperinflación de 1988-90

La década de 1970 fue un periodo de turbulencia mundial y de derrumbe del sistema cambiario de paridades fijas de Bretton Woods. En 1973, la administración del presidente Nixon repudió la paridad de 35 dólares americanos por onza de oro, que era el pilar central del sistema cambiario de Bretton Woods, gatillando un tránsito a un sistema de tipo de cambio flotante en países hegemónicos. Asimismo, durante la década hubo fuertes aumentos del precio internacional del petróleo (10x); ello generó estanflación a nivel mundial y deterioró drásticamente los términos de intercambio para países periféricos como Perú. Eventualmente, la implementación de una política monetaria deflacionaria en los Estados Unidos (1979) redujo drásticamente la inflación americana, pero resultó en aumentos en tasas de interés mundiales que causaron recesión económica a nivel mundial y la crisis internacional de la deuda externa latinoamericana.

El periodo hiperinflacionario peruano (1988-90) tuvo como precedente décadas de alta y creciente inflación que hicieron dicho desastre económico inevitable. La inflación aumentó escalonadamente de un promedio anual de 56 por ciento durante 1976-1982 a 130 por ciento entre 1983 y 1985, antes de entrar en una senda casi exponencial de crecimiento que llegó a su cúspide en 1990, con una tasa de inflación anual de alrededor de 7 500 por ciento. Subyacente a esta historia de alta y creciente inflación, se encontraban un déficit fiscal elevado y una política monetaria acomodaticia operando bajo un sistema de tipo de cambio fijo.

El persistente problema inflacionario nacional tuvo efectos macroeconómicos adversos. Durante el periodo 1976-1985, el crecimiento económico promedio anual fue menos de 1 por ciento, con un nivel de inversión relativamente bajo, financiado por inestables niveles de ahorro doméstico y montos decrecientes de ahorro externo en el contexto de la crisis de deuda externa latinoamericana que redujo flujos financieros a economías en desarrollo. Además, durante 1983, el azote climático de El Niño resultó en una caída del producto de más de 10 por ciento con efectos negativos sobre la posición fiscal, a la vez que las lluvias e inundaciones afectaron la evolución de los precios de los alimentos en la canasta básica del consumidor.

En julio de 1985, el primer gobierno de Alan García puso en marcha un programa económico de emergencia orientado a reducir drásticamente la inflación, reactivar la economía y recuperar los salarios reales. La visión heterodoxa del programa renegaba de un enfoque ortodoxo al problema inflacionario basado en una reducción del déficit fiscal y otras medidas de control de la demanda agregada. Más bien, este programa asumía una inflación de costos (léase aumentos en salarios, utilidades, tasas de interés y tipo de cambio) en un contexto de capacidad ociosa de producción. Bajo estos argumentos, un control de costos eliminaría la inflación y aumentaría los salarios reales que, a su vez, apoyarían la reactivación económica.

Lamentablemente, la fijación de precios de bienes públicos, salarios, tasas de interés y tipo de cambio en un contexto de crecientes déficit fiscales financiados por emisión inorgánica llevó a un espiral hiperinflacionario en 1988-1990, con una fuerte distorsión de precios relativos en la economía. Asimismo, la contracción acumulada del PBI durante dicho periodo fue de casi 25 por ciento: una retracción de actividad

económica incluso mayor que la registrada en Estados Unidos durante la Gran Depresión de la década de 1930. El aumento en el índice de precios durante el periodo fue de más de 2 millones por ciento.

La respuesta de política a la hiperinflación bajo el gobierno de Alberto Fujimori fue una combinación de políticas fiscales y monetarias contractivas lanzadas en agosto de 1990, acompañadas por la unificación y liberalización del tipo de cambio, y reformas estructurales que redujeron la injerencia del Estado en el quehacer nacional y (re)abrieron la economía al resto del mundo. Asimismo, en julio de 1991, el gobierno estableció el **nuevo sol** como la unidad monetaria nacional a una tasa de conversión de 1 millón de **intis** por 1 nuevo sol.[1] En el espacio monetario, el BCRP limitó la emisión a aquella procedente de compra de divisas. El gobierno se comprometió a no solicitar financiamiento alguno del BCRP, con excepción de un crédito puente pagadero a 3 meses. El banco central empezó a usar la base monetaria como su objetivo intermedio de política monetaria, mientras que las compras de divisas, operando bajo un sistema de flotación sucia, facilitó la gradual remonetización de la economía.

El retorno a una senda sostenidamente decreciente de la inflación demandó apoyo externo y un tenaz y diestro manejo macroeconómico que solo se consolidó a mediados de la década de 1990. En los primeros dos años, hubo logros iniciales importantes a medida que la estabilización macroeconómica se cimentaba, pese al golpe climático de El Niño en 1992 y el impacto del terrorismo sobre la actividad económica. Sin embargo, la perseverancia en el manejo fiscal y monetario conservador permitió alcanzar una tasa de inflación anual de un dígito en 1997 (de 8,6 por ciento, comparada con una tasa anual de inflación promedio de casi 7 500 por ciento en 1990), a la vez que desencadenó un círculo virtuoso [también llamado el fenómeno de déficits gemelos (fiscal-externo)] de gradual consolidación fiscal y mejora en la posición externa del banco central que habría de perpetuarse por años.



La independencia del BCRP en términos del objetivo de inflación y la parte operativa de la política monetaria y cambiaria **ha ido de la mano con una mayor transparencia y mejor comunicación de su labor al público, en general.**

”

El sistema de metas explícitas de inflación

La inauguración del sistema de metas explícitas de inflación fue la respuesta del BCRP a los vaivenes financieros internacionales de finales de la década de 1990. Estos últimos incluyeron los efectos secundarios de crisis de balanza de pagos de mercados emergentes en 1994 (efecto Tequila) y 1997-98 (crisis asiática y crisis rusa, en particular) que resultaron en una fuerte salida de capitales de Perú, contracción del crédito al sector privado y una concomitante recesión económica a finales de 1998. Dicho deterioro de la economía real, que se extendió aproximadamente hasta 2001, resultó en una fuerte caída en la tasa de inflación[2] y motivó la institucionalización del nuevo sistema monetario que complementara la flexibilidad cambiaria y, a su vez, mantuviese la credibilidad antiinflacionaria del banco central y evitara los peligros de deflación sobre la inversión, consumo e ingreso nacional, en general.

Un sistema de metas explícitas de inflación fue la respuesta a la coyuntura. Este sistema de manejo monetario —con su meta de inflación anual de 2,5 por ciento durante 2002-2007 y 2,0 por ciento desde entonces (ambas metas numéricas con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo)— ha contribuido a una singular estabilidad de precios y un fuerte crecimiento económico en los últimos 25 años. La implementación del sistema de metas explícitas de inflación ha reemplazado la meta de crecimiento de la base monetaria (usada en los primeros años del programa de

[1] El inti había reemplazado al (viejo) sol como la moneda nacional en febrero de 1985 (gobierno de Fernando Belaúnde). La tasa de conversión establecida a esa fecha fue de 1 inti=1000 soles. Por lo tanto: 1 nuevo sol=1 millón de intis=mil millones de (viejos) soles. En noviembre de 2015 el Congreso de la República habría de cambiar el nombre de la unidad monetaria a simplemente sol.

[2] La tasa interanual de inflación, que había estado decreciendo en el contexto del programa de estabilización, disminuyó rápidamente a partir de noviembre-diciembre de 2000 y se volvió negativa en diciembre de 2001 (-0,12 por ciento) hasta aproximadamente la mitad de 2002.



estabilización), por una meta explícita de inflación que, en efecto, supedita el crecimiento de la base monetaria a la evolución de los precios.

¡Como si el BCRP estuviera peleando contra el mismo fantasma (deflación) que había derrotado a comienzos de la década de 1930! En 1932, se suspende la convertibilidad del patrón oro para contener la deflación ocasionada por la reducción de la masa monetaria a la luz del déficit de balanza de pagos de la época. El BCRP flota la moneda (oro) fiduciaria, cuya convertibilidad en metálico pasa a decisión del banco central. En 2001, ante la deflación ocasionada por la salida de flujos financieros debido a las crisis de mercados emergentes (efecto Tequila y crisis asiática y rusa), el BCRP inaugura el sistema de metas explícitas de inflación para combatir los efectos macroeconómicos negativos de una continua caída en precios y, al mismo tiempo, ganar control sobre la meta inflacionaria mientras se articulaba un fuerte impulso monetario.[3] En ambos eventos históricos, el sistema cambiario subyacente era de tipo de cambio flotante.

Respuesta a la crisis de Lehman Brothers

La implementación del sistema de metas explícitas de inflación ha dado espacio al BCRP para abordar una eventual aceleración de la inflación con flexibilidad de cómo y cuándo converger a la meta inflacionaria de 2 por ciento y no necesariamente estar restringido a contrarrestar el nivel actual de la tasa de inflación, si ese fuera el juicio de la autoridad monetaria. Dicho énfasis sobre la evolución de la inflación a mediano plazo permitió al BCRP responder de manera eficaz al estallido de la CFI de 2008-2009, pese a que las presiones inflacionarias estaban al alza en esos tiempos.

Antes del estallido de la CFI, las proyecciones de inflación doméstica habían sido revisadas al alza para 2007 y 2008 (*Reporte Inflación* de setiembre de 2007). La política monetaria había sido endurecida a fin de contener el aumento de la inflación debido principalmente al sobrecalentamiento de la economía nacional y el alza en el precio de energía y alimentos importados (trigo). La inflación había aumentado de 5,5 por ciento en marzo a 6,7 por ciento en diciembre de 2008, mientras que la tasa de referencia del BCRP había sido aumentada gradualmente de 4,5 por ciento en junio de 2007 a 6,5 por ciento en setiembre de 2008.

Sin embargo, a medida que los acontecimientos de la economía mundial se volvieron drásticamente negativos, el BCRP pudo cambiar la configuración de la política monetaria rápidamente, incluso con una inflación potencial aún alta. En efecto, el Banco Central cambió su evaluación del marco apropiado de política monetaria, reduciendo la tasa de interés de referencia a 6 por ciento en marzo de 2009, 3 por ciento en junio y 1,25 por ciento en septiembre de 2009, a fin de aumentar la liquidez del mercado interbancario e implementar en paralelo un número de políticas destinadas a reducir la excesiva volatilidad del tipo de cambio y asegurar la estabilidad del sistema financiero nacional.

Políticas complementarias a la reducción de la tasa de referencia incluyeron:

- Significativa intervención cambiaria (esterilizada) del BCRP con ventas netas de dólares estadounidenses, aumentando de 2 500 millones en el tercer trimestre de

[3] La tasa interanual de la emisión monetaria aumentó continuamente de -2 por ciento a julio de 2001 a 11 por ciento en enero de 2002, a 14 por ciento en mayo y 21 por ciento en agosto de 2002, para luego crecer a un promedio de 14 por ciento el resto de 2002.

2008 (la mayoría ocurridas en septiembre) a casi 3 900 millones de dólares en el último trimestre de 2008. La intervención en el mercado *spot* se complementó con la intervención en el mercado a plazo a través de *swaps* de divisas del banco central.

- Aumentos en los coeficientes de reservas obligatorias aplicables a los depósitos en dólares de los bancos (de 31,4 en septiembre a 33,2 por ciento en octubre de 2008) a fin de mejorar los factores de liquidez bancaria en dólares (definidos como la relación entre los activos líquidos y los pasivos líquidos en dólares).
- Reducciones en los coeficientes de reservas obligatorias aplicables a los depósitos en moneda nacional (de 11,4 en septiembre a 9,3 por ciento en noviembre de 2008, y a un promedio de 6,8 por ciento en el primer trimestre de 2009) a fin de apuntalar la liquidez bancaria en soles y evitar aumentos no deseados en la tasa de interés interbancaria.
- Aumentos obligatorios de la cantidad y la calidad del capital bancario dictados por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) a fin de dar confianza a depositantes sobre la capacidad de los bancos de hacer frente a sus obligaciones financieras en un amplio espectro de escenarios adversos.

En suma, la respuesta de política monetaria a la CFI fue una implementación híbrida del caso teórico de sistemas de metas explícitas de inflación donde el BCRP reaccionó de manera flexible al deterioro económico mundial y presiones inflacionarias domésticas latentes reduciendo su tasa de interés de referencia y, a su vez, gestionando fuertes aumentos de liquidez en moneda nacional y extranjera a los bancos y la economía, en general, a fin de asegurar la estabilidad macrofinanciera doméstica. Una respuesta de política que, si bien parece obvia hoy en día, no lo era así antes de la implementación del sistema de metas explícitas de inflación en Perú o en otros países con bancos centrales enfocados en (i) las perspectivas de inflación a mediano plazo y no limitados necesariamente al nivel actual de la tasa de inflación, y (ii) los riesgos sistémicos de estabilidad financiera.

Respuesta a la crisis sanitaria del COVID-19

La pandemia del COVID-19 modificó súbitamente el panorama económico global y nacional en 2020. La difusión del virus en China y luego en Europa y América del Norte paralizó grandes segmentos productivos de estas economías, generando gran incertidumbre en los mercados financieros, con efectos disruptivos sobre un número de indicadores. Estos incluyeron, entre otros, índices bursátiles, tasas de interés en deuda soberana, *spreads* financieros para deuda corporativa, volatilidad en el mercado de *commodities* (léase índice VIX) y nivel del tipo de cambio. En Perú, la erupción de la pandemia se trasmitió a la economía doméstica a través de varios canales: una caída contundente del consumo y la inversión privada, producto de la cuarentena impuesta por el gobierno a mediados de marzo; una caída del comercio internacional debido al deterioro económico de nuestros socios comerciales y el desplome en nuestras importaciones de bienes y servicios debido a la parálisis económica; un estrechamiento en las condiciones financieras globales y un deterioro de términos de intercambio que afectaron ingresos de capital de largo plazo a nuestra economía, aunque la evidencia demostró la resiliencia del gobierno peruano en colocar deuda soberana en mercados internacionales a tasas de interés relativamente bajas para estándares internacionales.

Las condiciones previas a la erupción de la crisis del COVID-19 en Perú fueron diferentes a aquellas observadas en crisis tradicionales. No había crisis de balanza de pagos, pues la posición externa era muy sólida, con reservas internacionales equivalentes a 30 por ciento del PBI. El monto de ahorro fiscal acumulado a la fecha era también significativo, con una deuda neta del gobierno general de menos de 11 por ciento del PBI. También el binomio inflación-crecimiento económico había sido muy favorable para Perú, ya por años. En efecto, entre el 2009 y 2019, la inflación anual había sido aproximadamente de 3 por ciento, mientras que el PBI había crecido a una tasa de 4,6 por ciento anual, en promedio. Asimismo, los sectores económicos gatillando y amplificando la crisis económica eran inusitados. Crisis tradicionales se originaron en un sobreendeudamiento financiero del sector público o sectores manufactureros subsidiados por niveles de tipo de cambio sobrevaluados u otras transferencias no sostenibles del gobierno. En general, dichas crisis ocurrían en un contexto en que el sector servicios, formal e informal, seguía operando y "amortiguaba" los efectos sobre el empleo de la crisis fiscal o de balanza de pagos subyacente. La crisis del COVID-19, sin embargo, fue gatillada en el sector salud y amplificada por una paralización casi total de porciones significativas del sector servicios que son intensivas en uso de mano de obra, mucho de ella operando en condiciones de informalidad laboral. Negocios de restaurantes y hoteles, transporte, servicios personales y comercio permanecieron cerrados durante la cuarentena generalizada o selectiva de regiones geográficas activada a lo largo de 2020, con un impacto severo sobre la tasa de

desempleo, especialmente en Lima Metropolitana.

En Perú, las autoridades fiscales y monetarias activaron una serie de medidas —excepcionales en su alcance y magnitud— para mitigar los efectos económicos de la crisis. La respuesta de política fue posible gracias al espacio fiscal y monetario acumulado a la fecha. El objetivo final fue canalizar recursos a hogares y familias que lo requerían debido a la inmovilización social obligatoria, a la vez que tratar de mantener las cadenas de pagos/valor entre empresas. En particular:

- La política fiscal aumentó drásticamente transferencias a hogares y familias, especialmente los más pobres de la sociedad, y se legisló sobre una reducción temporal de obligaciones corrientes del sector privado (impuestos, pagos de alquiler y servicios públicos, etc.).
- En el caso de la política monetaria, las medidas implementadas incluyeron (i) la reducción de la tasa de referencia a un mínimo histórico de 0,25 por ciento en abril de 2020; (ii) la intervención cambiaria en el mercado *spot* y de derivados para reducir la volatilidad del tipo de cambio, (iii) la implementación de una facilidad de crédito bancario garantizado por el gobierno y otorgado a tasas de interés mínimas, y (iv) otras medidas para proveer liquidez (léase ampliación del plazo de operaciones de reporte y reducción y flexibilización de encajes bancarios) y reducir incertidumbre del sistema financiero (para detalles ver *Reporte de Inflación* de junio de 2020).
- Las medidas monetarias se fueron modificando a lo largo de 2020 a medida que se flexibilizaba las restricciones de movilidad social. De notar, la magnitud del impulso monetario articulado en el segundo y tercer trimestre del año (medido por el saldo de operaciones de repo del BCRP) no tenía precedente histórico alguno: el saldo de operaciones de inyección de liquidez a noviembre de 2020 (61,5 mil millones de soles) era casi ocho veces superior al máximo saldo de las operaciones alcanzado durante la CFI de 2008-2009. En línea con la posición monetaria expansiva, el crédito al sector privado tuvo un comportamiento anticíclico con tasas interanuales promedio de crecimiento de casi 13 por ciento en los últimos meses de 2020, con mayores tasas de crecimiento relativo en el caso de medianas, pequeñas y microempresas. Sin embargo, a diciembre de 2020, el crecimiento interanual del crédito a personas era negativo, especialmente el crédito de consumo.

Las medidas monetarias implementadas en 2020 trabajaron en conjunto para reducir los costos de endeudamiento de familias y empresas. La dirección de política fue apoyar el flujo de recursos financieros en manos de familias y empresas. La contribución individual de cada medida es, en principio, difícil de estimar, aunque todas apuntaron en la misma dirección: relajar la restricción presupuestaria de familias y empresas afectadas por la crisis sanitaria.

La buena noticia es que el crecimiento económico para 2021 (13,3 por ciento) fue más robusto que el esperado inicialmente, no solo por un efecto estadístico de base, sino debido a la magnitud del impulso fiscal y monetario ejecutado a lo largo de 2020. En corto, la economía ha vuelto a su nivel de PBI anterior a la pandemia; incluso ha superado marginalmente dicho nivel, según algunas estimaciones. Retos persisten, sin embargo, en términos de la tasa de desempleo aún elevada y una aceleración de la inflación en meses recientes.

III. RETOS A FUTURO

La conducción de la política monetaria y cambiaria ha evolucionado durante la vida institucional del BCRP, especialmente durante las últimas décadas. Muy significativa ha sido la implementación de un sistema de tipo de cambio flotante desde finales de 1990 y el mandato constitucional, también incluido en la actual ley orgánica del BCRP, eliminando el financiamiento inorgánico del déficit fiscal —fuente de presión inflacionaria por décadas en el siglo XX. La independencia del Banco Central para fijar un objetivo específico de meta de inflación y desarrollar instrumentos de control monetario indirecto a fin de lograr dicha meta de inflación fue, a su vez, cardinal en la implementación de un sistema de metas explícitas de inflación en 2002. Dicho sistema de manejo monetario ha dado flexibilidad al BCRP de cómo y cuándo responder a choques económicos que alejan la tasa de inflación actual del nivel objetivo, y de usar simultáneamente otros instrumentos indirectos para contener riesgos sistémicos de estabilidad financiera.

Durante los últimos 30 años, la combinación de un sólido desarrollo institucional del BCRP y un ambiente internacional generalmente boyante ha servido bien a la nación, medido en términos del alto nivel y baja volatilidad promedio de la tasa de crecimiento del PBI real y la tasa de inflación. En líneas generales, se puede argumentar con firmeza que la conducción de la política monetaria en décadas recientes ha contribuido

materialmente a mejores resultados económicos que los marcos monetarios que lo precedieron.

Entonces, ¿significa esto que la configuración actual del manejo monetario y cambiario es el más adecuado? ¿Qué cambios se podrían contemplar para mejorar aún más la situación actual? Aquí algunos tópicos a evaluar:

- El primero es la coincidencia del periodo de nombramiento de los directores del BCRP con el periodo del gobierno de turno. Esta superposición de periodos puede, en circunstancias, restarle credibilidad al directorio del banco en su lucha contra la inflación, en la medida que los nombramientos de directores de parte del Poder Ejecutivo o Poder Legislativo (Congreso de la República) estén regidos por consideraciones políticas más que técnicas y de excelencia profesional de los individuos elegidos. Una opción es hacer nombramientos escalonados en el tiempo, a fin de reducir el número de designaciones del gobierno de turno a cualquier punto en el tiempo.
- El segundo es el nivel apropiado de la meta de inflación. La meta actual de 2 por ciento ha servido bien en dar credibilidad a la autoridad monetaria en su aversión a la inflación, anclar expectativas de los agentes económicos, y a la vez ser un nivel de tasa de inflación que no afecta materialmente las decisiones económicas del día a día. Tasas de inflación arriba de 2-3 por ciento afectan la toma de decisiones según la experiencia histórica, mas no sabemos exactamente cuál es el punto de activación para ese cambio de actitud de parte de los agentes económicos. Existe también la pregunta de si la meta de inflación se debería ajustar para tener en cuenta aumentos sectoriales en productividad que justifican un aumento en costes de producción y eventualmente en precios. Estos son tópicos de investigación económica a profundizar.
- El tercero es el papel de la estabilidad financiera en el marco de metas explícitas de inflación. La respuesta del BCRP a la CFI fue un caso exitoso de cómo alinear los objetivos de metas de inflación y estabilidad financiera, que es de hecho la implementación híbrida de sistema de metas de inflación en Perú, ya por años. Sin embargo, en un mundo financiero cambiante, la pregunta es cómo hacer un balance eficaz entre los objetivos de estabilidad financiera y la meta de inflación en el corto y mediano plazo. En suma, cuándo y cómo aplicar instrumentos macroprudenciales que afectan entidades financieras *específicas* de importancia sistémica (léase, por ejemplo, coeficientes de *loan/value* en préstamos hipotecarios) y cuándo usar instrumentos como la tasa de redescuento u otros instrumentos financieros (léase, por ejemplo, cambios en reservas obligatorias de encaje) que son de efectividad en toda la economía, sin distinción de entidades.[4]
- Otra consideración un tanto técnica, tal vez, es cómo administrar en el manejo monetario nacional el contexto de una creciente participación de China en el comercio y finanzas mundiales. En el caso peruano, China es hoy en día nuestro principal socio comercial en exportaciones e importaciones de bienes y servicios. Muy posiblemente lo es también en términos de inversión directa extranjera en sectores importantes de la economía nacional. Si bien la mayoría de transacciones internacionales continúan siendo denominadas en dólares americanos, el comportamiento del renminbi en mercados monetarios mundiales es cada vez más importante dado el tránsito hegemónico en curso de los Estados Unidos hacia China. Estos cambios en la dirección de comercio internacional y la importancia relativa del renminbi y de la economía china (incluyendo su ciclo económico) a nivel mundial han de tener impacto en los riesgos de estabilidad financiera monitoreados por el BCRP.

Finalmente, una crítica del sistema de metas de inflación es que el Banco Central está preocupado por cosas de poca relevancia en la actualidad. Empero, el hecho de que por años la inflación alrededor del mundo ha sido sumamente baja no debe ser motivo de relajarse y cambiar de objetivos de banca central, pues episodios inflacionarios siempre pueden estar a la vuelta de la esquina; como está ocurriendo estos días alrededor del mundo. El sistema de metas explícitas de inflación es lo mejor que tenemos a la fecha para pelear la guerra contra la inflación y merece un constante perfeccionamiento y adaptación a las condiciones locales.

IV. A MANERA DE CONCLUSIÓN

Con una tasa de inflación promedio de 2,63 por ciento durante 2002-2021, es posible afirmar que la moneda nacional satisface hoy en día los tres criterios básicos del concepto de dinero: unidad de cuenta, medio de pago y depósito de valor. Mucho de estos logros se fundan en la labor cotidiana y persistente del BCRP que hoy conmemora 100 años de su fundación.

¡Celebremos!

4 La creciente importancia de las criptomonedas y otros medios de pago es también un área de desarrollo financiero que podría crear nuevos retos en encontrar un balance adecuado entre estabilidad financiera e inflación deseada.

CUADRO 1 | Perú: indicadores económicos seleccionados, 1913-2019

Presidentes	Benavides (B1), Pardo, Leguía, S. Cerro y B2	Prado, ByR y Odría	Odría y Prado	Prado, Godoy y Belaúnde I	Velasco	M. Bermúdez	Belaúnde II	García I	Fujimori	Paniagua y Toledo	García II	Humala, PPK y Vizcarra
									TC flotante			
	Patrón oro; TC flotante 1913-1939	II Guerra Mundial, TC fijo múltiple, 1940-1948	Misión Klein, TC flotante 1949-1960	TC fijo, múltiple; 1961-1967	TC fijo, múltiple; 1968-1975	Minideva-luaciones, 1976-1980	TC flotante manejado, 1981-1985	TC fijo, múltiple, 1986-1990	Fujishock y estabilización, 1991-2000	2001-2006	2007-2011	2012-2019
(Tasas de crecimiento promedio durante el periodo, a menos que se indique lo contrario)												
Crecimiento PBI real	3,9	2,6	5,6	6,9	4,8	1,5	0,1	-1,5	4,0	4,8	6,7	3,8
mediana de crecimiento	3,7	2,8	6,0	6,7	4,5	1,2	2,1	-1,5	2,7	5,2	8,5	3,6
Crecimiento de población	1,5	1,7	2,5	2,9	2,8	2,7	2,4	2,0	1,7	1,5	1,2	1,0
Crecimiento del PBI per-cápita	2,4	0,9	3,1	4,0	1,9	-1,1	-2,2	-3,4	2,2	3,2	5,4	2,7
mediana de crecimiento	2,1	1,1	3,4	3,7	1,6	-1,5	-0,3	-3,4	1,0	3,6	7,2	2,6
Tasa de inflación	-4,5, 1,8 */	14,7	8,8	9,7	11,8	51,4	104,9	2 342,1	60,1	2,0	3,1	2,9
Términos de intercambio internacional	-1,4	3,7	-0,7	2,3	4,3	3,7	-9,4	-6,1	-0,7	11,0	3,4	-1,1
mediana de crecimiento	0,3	-1,5	-0,5	0,0	5,3	1,0	-10,2	-6,1	-2,9	7,2	-1,2	0,6
Crecimiento exportaciones bienes y servicios	-0,7	13,3	11,2	9,4	7,9	13,1	-5,0	8,2	8,1	21,7	14,9	1,5
Crecimiento importaciones bienes y servicios	4,5	17,6	12,0	15,8	7,2	2,4	-8,6	19,4	9,9	11,5	22,0	2,4
Tipo de cambio nominal (promedio, soles por US$)	4,4	6,5	19,2	27,2	43,6	179,0	3 812	41 410 408	2,4	3,4	2,9	3,1
Índice de tipo de cambio real (fin de periodo; cambio %; apreciación -) 1/ 2/ 3/	16,7	-18,3	6,5	-31,5	-20,2	29,0	23,0; 82,3 ***/	-64,1	2,0	-0,8	-4,0	2,3
Índice de tipo de cambio multilateral (cambio %; apreciación -)	...	...	...	...	...	...	...	...	0,8	0,6	-0,8	0,4
Cobertura de reservas internacionales (reservas brutas; en meses de importaciones ByS)	2,9	2,8	1,6	2,4	3,2	3,0	5,5	3,5	12,3	13,5	15,6	18,1
Crédito bancario al sector privado	...	9,3	12,5	13,1	14,5	35,7	80,2	863,7	44,3	2,3	14,9	10,5
Base monetaria	772, -10, 19 **/	24,5	15,9	12,5	17,9	45,2	117,5	1 665,8	46,8	12,4	21,3	9,3
Saldo de balances reales (moneda nacional; % PBI)	...	28,1	22,7	14,3	7,6	1,4	0,1	0,0	3,7	7,7	9,2	8,8
Velocidad de circulación del dinero (moneda nacional)	...	3,3	5,2	5,2	4,8	6,5	6,1	9,4	15,7	6,5	4,7	4,0
(En porcentaje del PBI)												
Balance ahorro-inversión 4/												
Inversión	7,9	13,7	24,7	20,5	15,5	15,9	19,6	19,7	18,8	16,8	23,7	23,0
Inversión pública	...	1,9	3,8	4,7	8,3	9,9	9,0	4,6	4,6	3,1	4,9	5,1
de la cual: gobierno central	...	*1,9*	*2,8*	*2,3*	*5,6*	*6,6*	*4,0*	*2,9*	*3,1*	*1,9*	*2,0*	*2,1*
gob. locales y regionales	...	...	...	...	...	...	...	...	*0,8*	*0,9*	*2,8*	*3,0*
empresas públicas	...	...	*1,0*	*2,4*	*2,7*	*3,3*	*5,0*	*1,6*	*0,6*	*0,2*	*0,0*	*0,0*
Inversión privada	...	11,8	20,9	15,7	7,2	6,0	10,6	15,2	14,2	13,7	18,8	17,9
Ahorro externo = Balance de cuenta corriente externa (superávit, -)	-1,3	0,4	3,0	2,0	2,1	1,7	4,6	7,0	5,8	0,2	1,6	3,2
Ahorro doméstico	8,9	13,2	21,8	18,4	13,4	14,2	15,0	12,7	13,0	16,6	22,1	19,8
Ahorro público (gobierno) 5/	-0,7	-2,5	2,0	1,8	1,1	0,0	0,5	-3,9	2,5	2,5	6,0	5,3
Ahorro privado	8,6	15,7	19,7	16,6	12,3	14,2	14,5	16,6	10,5	14,1	16,1	14,5
Déficit del sector público (-) 5/	**...**	**...**	**-1,0**	**-2,1**	**-4,1**	**-6,1**	**-6,7**	**-7,8**	**-2,4**	**-0,9**	**1,1**	**-1,0**

1/ ÍNDICE, SETIEMBRE 1934=100, CRECIMIENTO A FIN DE PERIODO.
2/ PARA EL PERIODO 1945-1949, LOS DATOS SE REFIEREN A 1945-1948, A FIN DE ELIMINAR EFECTO DE DEPRECIACIÓN DE NOVIEMBRE 1949.
3/ PARA EL PERIODO 1950-1955, LOS DATOS SE REFIEREN A 1949-1955.
4/ IDENTIDAD AHORRO-INVERSIÓN. AHORRO EXTERNO ES LA CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS CON SIGNO OPUESTO.
5/ HASTA 1967, LOS DATOS SE REFIEREN AL DÉFICIT DEL GOBIERNO CENTRAL. EN ADELANTE, DATOS SE REFIEREN AL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO.
*/ INFLACIÓN PROMEDIO PERIODO 1928-33 (DEFLACIÓN) Y 1913-1939, RESPECTIVAMANTE
**/ ESTIMADOS SE REFIEREN AL CRECIMIENTO % PROMEDIO DURANTE PERIODOS 1929-30, 1931-32 Y 1933-38, RESPECTIVAMANTE.
***/ DEVALUACIÓN REAL PERIODOS 1981-1983 Y 1981-1985 (EN %), RESPECTIVAMENTE.
FUENTE: BCRP, EXTRACTO ESTADÍSTICO DEL PERU, SEMINARIO Y BELTRAN (1998), Y ESTIMACIONES DEL AUTOR.

Referencias

- **Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) (1997).** *La Misión Kemmerer en el Perú*. Fondo Editorial BCRP.
- **Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) (1999).** *El Banco Central: Su Historia y la Economía del Perú 1821-1992*. Fondo Editorial BCRP.
- **Barreto, E. (1980).** *Perú: Los Desarrollos Económicos y Financieros: 1970-1980*. Fondo Editorial BCRP.
- **Bardella, G. (1989).** *Un Siglo en la Vida Económica del Perú: 1889-1989*. Banco de Crédito del Perú.
- **Bloomfield, A. (1959).** *Monetary Policy Under the International Gold Standard: 1880-1914*. Federal Reserve Bank of New York.
- **Chang, R. y Céspedes, F. (2021).** *Optimal Foreign Reserves and Central Bank Policy Under Financial Stress*. Working Paper 27923. National Bureau of Economic Research.
- **Contreras, C. y Cueto, M. (2013).** *Historia del Perú Contemporáneo* (5.ª ed.). Instituto de Estudios Peruanos.
- **Debelle, G. y Stanley, F. (1994).** *How independent should a central bank be?* Working Papers in Applied Economic Theory, N.º 94-05. Federal Reserve Bank of San Francisco.
- **De la Rocha, J. (1998).** *The transmission mechanism of monetary policy in Peru*. Bank for International Settlements Policy Papers 3, 181-194.
- **Edwards, S. (1983).** Floating Exchange Rates in Less-Developed Countries: A Monetary Analysis of the Peruvian Experience, 1950-54. *Journal of Money, Credit and Banking*, *1*(15), 73-81.
- **Fischer, S. (28 de setiembre de 2017).** *The Independent Bank of England—20 Years On*. [Discurso de la conferencia "20 Years On"]. Banco de Inglaterra. https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/fischer20170928a.htm
- **Guevara Ruiz, G. (1999).** Política Monetaria del Banco Central: Una Perspectiva Histórica. *Revista Estudios Económicos*, (5). Banco Central de Reserva del Perú.
- **Hamann, A. y Savastano, M. (1985).** *El Enfoque Monetario de la Determinación del Tipo de Cambio en los Países en Vías de Desarrollo: Un Análisis de la Experiencia Peruana (1949-1954)*. [Tesis de bachiller]. Universidad del Pacifico.
- **Klein, J. (1949).** Reforma Monetaria en el Perú. *El Trimestre Económico*, *16*(64), 600-627. Fondo de Cultura Económica.
- **Krugman, P. (19 de octubre de 1999).** *O Canada: A neglected nation gets its Nobel*. Slate. https://slate.com/business/1999/10/o-canada.html
- **Krugman, P. y Obstfeld, M. (1995).** *International Economics: Theory and Policy* (2.ª edición).
- **Martinelli, C. y Vega, M. (2020).** The History of Peru. En T. J. Kohoe y J. P. Nicolini (eds.), *A Monetary and Fiscal History of Latin* America, *1960-2017*. Becker Friedman Institute for Economics, The University of Chicago.
- **Moll, B. y Barreto, E. (1942).** El sistema monetario del Perú (segunda parte). *Revista de Economía y Estadística*, *IV*(3), 283-325. Universidad de Córdoba.
- **Mundell, R. A. (1961).** Flexible Exchange Rates and Employment Policy. *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, *27*(4), 509-517.
- **Obstfeld, M. y Rogoff, K. (1995).** *The Mirage of Fixed Exchange Rates*. Working Paper 5191. National Bureau of Economic Research.
- **Pastor, G. (1985).** *Short Term Control of Monetary Aggregates: The Case of Peru*. [Tesis doctoral]. Universidad de Indiana Bloomington.
- **Pastor, G. (2014).** Perú: Políticas Monetarias y Cambiarias 1930-1980. En C. Contreras (ed.), *Compendio de Historia Económica del Perú. Tomo 5, La economía peruana entre la Gran Depresión y el Reformismo Militar*, (265-343). Banco Central de Reserva del Perú e Instituto de Estudios Peruanos.
- **Pastor, G. (2021a).** Perú: Historia Monetaria y Cambiaria de la República—Una Aproximación," en Heraclio Bonilla y Guillermo Rochabrún (editores), compendio de textos que evalúan la experiencia republicana del Perú en sus 200 años, Lima, Universidad del Pacífico.
- **Pastor, G. (2021b).** Perú: Políticas Monetarias y Cambiarias, 1945-1963. En F. Zegarra y L. Jácome (eds.), *Historia del Banco Central y Política Monetaria de Perú*. Banco Central de Reserva del Perú.
- **Pastor, G. y Seminario, B. (17 de abril de 2020).** *Perú: Retos de la Política Monetaria durante la Pandemia*. FOCO ECONÓMICO. https://focoeconomico.org/2020/04/17/peru-retos-de-politica-monetaria-durante-la-pandemia/
- **Perea, H. (20 de agosto de 2021).** *Inflación de Un Dígito*. [Ciclo de Conferencias Hitos de la Reforma Macroeconómica del Perú 1990-2020] Universidad del Pacífico, Vicerrectorado de Investigación y Facultad de Economía y Finanzas.
- **Rossini, R. (1983).** *El Manejo Monetario en una Economía con un Sistema Financiero Reprimido*. [Tesina]. Universidad del Pacífico.
- **Rossini, R., Quispe, Z. y Loyola, J. (2012).** Fiscal Policy Considerations in the Design of Monetary Policy in Peru. En Bank for International Settlements (BIS) (ed.), *Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies 67*, (253-267). BIS.
- **Seminario, B. (2006).** Los Regímenes Monetarios del Perú. *Moneda*, (133), 20-26. Banco Central de Reserva del Perú.
- **Seminario, B. (2015).** *El Desarrollo de la Economía Peruana en la Era Moderna*. Universidad del Pacifico.
- **Seminario, B., Palomino, L. y Pastor, G. (8 de mayo de 2020).** *Perú: Estimando el Impacto Macroeconómico de COVID-19*. FOCO ECONÓMICO. https://focoeconomico.org/2020/05/08/peru-estimando-el-impacto-macroeconomico-de-covid-19/
- **Seminario, B., Palomino, L., Pastor, G., Berrocal, V. y Montenegro, K. (13 de noviembre de 2020).** *Impacto de la Pandemia sobre la Economía Mundial Y El Modelo Económico Peruano—Una Aproximación*. FOCO ECONÓMICO. https://focoeconomico.org/2020/11/13/impacto-de-la-pandemia-sobre-la-economia-mundial-y-el-modelo-economico-peruano-una-aproximacion/
- **Tsiang, S. C. (1957).** An Experiment with a Flexible Exchange Rate System: The Case of Peru 1950-1954. *International Monetary Fund Staff Papers*, *5*(3), 449-476. Research and Statistics Department.
- **Velarde, J. y Rodríguez, M. (1992a).** *De la desinflación a la hiperestanflación. Perú: 1985-1990*. Documento de Trabajo N.º 5. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico y Consorcio de Investigación Económica.
- **Velarde, J. y Rodríguez, M. (1992b).** *Lineamientos para un Programa de Estabilización de Ajuste Drástico*. Documento de Trabajo N.º 1. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico y Consorcio de Investigación Económica.
- **Velarde, J. y Rodríguez, M. (1992c).** *El Programa Económico de Agosto de 1990: Evaluación del Primer Año*. Documento de Trabajo N.º 2. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico y Consorcio de Investigación Económica.
- **Velarde, J. y Rodríguez, M. (2001).** *Efectos de la Crisis Financiera Internacional en la Economía Peruana 1997-1998: lecciones e implicancias de política económica*. Documento de Trabajo N.º 36. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico y Consorcio de Investigación Económica.